



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

MESTRADO

**CONTABILIDADE FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS**

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**A EVOLUÇÃO DA PRESENÇA DE MULHERES NOS
CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO: O CASO
PORTUGUÊS**

SUSANA ALEXANDRA CAMILO ALVES

OUTUBRO - 2015



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

**MESTRADO EM
CONTABILIDADE FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO**

**A EVOLUÇÃO DA PRESENÇA DE MULHERES NOS
CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO: O CASO
PORTUGUÊS**

SUSANA ALEXANDRA CAMILO ALVES

ORIENTAÇÃO:

**PROFESSORA DOUTORA CRISTINA BELMIRA GAIO
MARTINS DA SILVA**

OUTUBRO - 2015

Resumo

Este trabalho tem como objetivo estudar a evolução e o impacto da presença de mulheres no nível de desempenho financeiro das empresas cotadas na Euronext Lisbon, num período de dez anos (2005 a 2014). Neste sentido, foram analisados os potenciais fatores determinantes da presença de mulheres nos conselhos de administração, nomeadamente, a dimensão do conselho de administração, a idade e a dimensão da empresa e as perspetivas de crescimento da empresa. Também se analisou o possível impacto da presença das mulheres no desempenho das empresas, utilizando o ROE, ROA e Q de Tobin. Relativamente à presença de mulheres nos conselhos de administração, a percentagem passou de 5% em 2005 para 10% em 2014. Os setores com mais mulheres são o da construção (F) e o das indústrias transformadoras (C), com uma média de 21% e 8% respetivamente. Quanto à presença de mulheres nos conselhos de administração, aos resultados sugerem que existe uma maior probabilidade da sua presença, em empresas com mais elementos no conselho, maior ROE, menor Q e menor dimensão da empresa. Na proporção de mulheres nos conselhos de administração, os resultados indicam haver uma maior percentagem de mulheres em empresas com maior ROE e menor Q. Em relação ao impacto da presença de mulheres no desempenho financeiro das empresas verificou-se que, a presença de mulheres no conselho de administração tem um impacto positivo no ROE e um impacto negativo no Q de Tobin. No que se refere à proporção de mulheres no conselho de administração, esta tem um impacto positivo na ROE.

Palavras-chave: Governo das Sociedades; Conselho de Administração; Diversidade; Mulheres; Desempenho Financeiro.

Abstract

The purpose of this work is to study the evolution and the impact of women's presence in the financial performance level of firms listed on Euronext Lisbon, over a period of ten years (2005-2014). Therefore the potential determinants of women's presence on boards were analyzed, namely, the size of the board, the firm's age, firm size, sales growth and financial performance (measured by ROA, ROE and Tobin's Q). It has also been analyzed the possible impact of women on firm's performance, using ROE, ROA and Tobin's Q. Regarding women's presence on boards, the percentage increased from 5% in 2005 to 10% in 2014. The industries with more women are construction (F) and the manufacturing (C), with an average of 21% and 7% respectively. The results suggest that there is a greater likelihood of women's presence on boards, in firms with more members on the board, higher ROE, lower Q and lower firm size. As for the proportion of women on boards, the results indicate that there is a higher percentage of women in firms with higher ROE and lower Q. In relation to the impact of women's presence on the firm's performance it was found that the presence of women on the board has a positive impact on ROE and a negative impact on Tobin's Q. Concerning the proportion of women on boards, it has a positive impact on ROE.

keywords: Corporate Governance; Board; Diversity; Women; Performance.

Dedicatória

Num trabalho em que falo sobre mulheres, não poderia deixar de o dedicar à minha mãe. Uma grande mulher que me educou, incutiu valores e fez de mim a pessoa que sou hoje. Uma mulher lutadora que sempre me ajudou e incentivou a lutar por aquilo que quero e acredito. Apesar de já não estar fisicamente presente, sei que está sempre comigo e dá-me força para continuar e sei que está orgulhosa pelo meu trabalho.

Agradecimentos

Gostaria de agradecer aos meus pais, que sempre me apoiaram em todas as minhas decisões, agradecer-lhes por me terem proporcionado todas as condições para poder estudar e chegar onde cheguei. Agradeço muito ao meu pai, por estar sempre presente, pelo apoio e carinho incondicional e por toda a compreensão. Também quero agradecer aos meus dois irmãos, por estarem sempre ao meu lado.

Não poderia deixar de agradecer à minha orientadora, Professora Doutora Cristina Gaio, por toda a sua disponibilidade, ajuda, compreensão e simpatia com a qual sempre me recebeu.

Agradeço também aos meus colegas e amigos pela ajuda e apoio, em especial à Sara Seco, Tiago Cunha, Christian Abreu, Hugo Carvalho, André Flores, Tatiana Santos e Tomás Júdice. Não esquecendo também de agradecer ao Bruno Nascimento e Frederico Mestre pela ajuda com o *software* Stata.

Lista de Abreviaturas

CA – Conselho de Administração

CAE – Classificação Portuguesa das Actividades Económicas por Ramos de Actividade

CAE- Rev.3 – Classificação Portuguesa das Actividades Económicas - Revisão 3

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

FE – *Fixed Effects* (Efeitos Fixos)

INE – Instituto Nacional de Estatística

IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OLS – *Ordinary Least Squares* (Mínimos Quadrados Ordinários)

PME – Pequenas e Médias Empresas

PSI – *Portuguese Stock Index*

RE – *Random Effects* (Efeitos Aleatórios)

ROA – *Return On Assets* (Rendibilidade do Ativo)

ROC – Revisor Oficial de Contas

ROE – *Return On Equity* (Rendibilidade do Capital Próprio)

UE – União Europeia

Índice

Resumo	i
<i>Abstract</i>	ii
Dedicatória	iii
Agradecimentos	iv
Lista de Abreviaturas	v
Índice de gráficos	vii
Índice de tabelas	viii
1. Introdução.....	1
2. Revisão de Literatura	4
2.1. Corporate Governance	4
2.2. Corporate Governance em Portugal.....	5
2.3. Conselho de administração.....	6
2.4. Conselho de administração em Portugal	6
2.5. Diversidade no conselho de administração	7
2.6. Determinantes da presença de mulheres no conselho de administração.....	8
2.6.1. Dimensão do Conselho de Administração	8
2.6.2. Dimensão da empresa	9
2.6.3. Idade da empresa	10
2.7. Desempenho financeiro e a presença de mulheres no CA	10
2.8. Medidas para combater a desigualdade	12
2.9. Informação sobre a população portuguesa.....	14
3. Metodologia e Dados	15

3.1.	Definição da Amostra	15
3.2.	Metodologia.....	16
3.3.	Definição das variáveis	16
3.4.	Modelos empíricos.....	17
3.4.1.	Modelo Logit	18
3.4.2.	Modelo Tobit	18
3.4.3.	Modelo dos Mínimos Quadrados Ordinários	19
4.	Análise de Resultados	20
4.1.	Presença de mulheres no Conselho de Administração	20
4.2.	Estatísticas descritivas e matriz de correlação das variáveis.....	24
4.3.	Diferença de médias entre empresas com e sem mulheres no CA	26
4.4.	Determinantes da presença de mulheres no conselho de administração.....	27
4.4.1.	Resultados de Modelo Logit.....	27
4.4.2.	Resultados do Modelo Tobit	29
4.5.	Impacto das mulheres no CA no desempenho financeiro	31
5.	Conclusões, Limitações e Investigações Futuras	33
5.1.	Conclusões	33
5.2.	Limitações e Investigações Futuras	34
	Referências Bibliográficas	36
	Anexos.....	42

Índice de gráficos

Gráfico 1 - Mulheres empregadas por setor de atividade principal (CAE-Rev.3)	15
Gráfico 2 – Composição do conselho de administração por género.....	20
Gráfico 3 - Mulheres executivas e não executivas no CA	21

Índice de tabelas

Tabela I - População empregada em Portugal total e por género (2005-2014).....	14
Tabela II - Definição das variáveis	16
Tabela III - <i>Ranking</i> das empresas com e sem mulheres no CA	22
Tabela IV - Percentagem de mulheres por CAE	23
Tabela V - Estatísticas descritivas das variáveis	25
Tabela VI – Matriz de correlação das variáveis	26
Tabela VII – Teste t para a igualdade de médias.....	27
Tabela VIII – Modelo <i>Logit</i> para a Presença de Mulheres no CA	28
Tabela IX - Modelo <i>Tobit</i> para a Proporção de Mulheres no CA	30
Tabela X - Modelo OLS para o ROE, ROA e Q	31
Tabela XI - População empregada por setor de atividade principal e género	42
Tabela XII - Designação do CAE Rev.3	42
Tabela XIII - Lista das empresas da amostra	43
Tabela XIV - Composição do conselho de administração da amostra	44
Tabela XV - Mulheres por CAE.....	45
Tabela XVI - Teste à multicolinearidade	45
Tabela XVII - Teste de Breusch-Pagan	45
Tabela XVIII - Teste de Hausman.....	46
Tabela XIX - Modelo OLS com efeitos fixos	46
Tabela XX - Modelo OLS com efeitos aleatórios	47

1. Introdução

O conselho de administração (CA) é um importante mecanismo do governo das sociedades (Campbell & Mínguez-Vera, 2008), que tem como missão garantir que as sociedades atuam em consonância com os seus objetivos (Silva et al., 2006). Permite ajudar as sociedades a resolver problemas de agência associados à sua gestão (Hermalin & Weisbach, 2003) e tem a responsabilidade de fiscalizar o desempenho dos gestores, de forma a evitar conflitos de interesses (Rodrigues, 2010).

A diversidade nos conselhos de administração, em termos de género, é um tema que tem merecido atenção por parte da imprensa e tem vindo a ser estudado por diversos autores (Carter et al., 2003; Adams & Ferreira, 2004; Farrell & Hersch, 2005; Smith et al., 2006; Marinova et al., 2010; entre outros). As mulheres ainda enfrentam diversas barreiras ao acesso a carreiras de topo e de decisão, o chamado fenómeno “teto de vidro”, tema estudado por vários autores (Farrell & Hersch, 2005; Ryan & Haslam, 2005; Fitzsimmons, 2012; entre outros).

As vantagens da existência de diversidade são várias. Conselhos de administração mais diversificados permitem a tomada de decisões tendo em conta várias alternativas (Marinova et al., 2010), permitem melhorar a imagem pública da empresa (Lückerath-Rovers, 2013) e podem também ajudar a empresa a melhorar o seu desempenho (Smith et al., 2006).

Para tentar combater o desequilíbrio entre homens e mulheres nos conselhos de administração, a Comissão Europeia propôs, em novembro de 2012, uma diretiva que estabelece um objetivo mínimo de 40% de administradores não-executivos do género menos representado. Este objetivo deve ser atingido até 2018 para as empresas públicas

e até 2020 para as empresas cotadas. Esta diretiva não se aplica a PME e empresas não cotadas.

O Governo português tem vindo a aprovar medidas nas Resoluções de Conselho de Ministros que visam aumentar e reforçar a participação de mulheres nos lugares de tomada de decisão e combater a desigualdade entre homens e mulheres. Uma dessas medidas foi o acordo celebrado em junho de 2015, entre o Governo e 13 empresas cotadas portuguesas, onde as empresas se comprometeram a ter 30% de mulheres nos seus conselhos de administração até 2018.

O presente trabalho tem três objetivos: estudar a presença das mulheres nos conselhos de administração das empresas cotadas em Portugal e a sua evolução na última década; analisar os possíveis determinantes da presença das mulheres nos conselhos de administração; e avaliar o impacto da sua presença no nível de desempenho das empresas.

A amostra do estudo é constituída por empresas cotadas na *Euronext Lisbon* (29 empresas), analisadas num período de dez anos (2005 a 2014). Neste sentido, foram analisados potenciais fatores determinantes da presença de mulheres nos conselhos de administração, nomeadamente, a dimensão do conselho de administração, a idade da empresa, a dimensão da empresa, o crescimento das vendas e o desempenho das empresas. Também se analisou o possível impacto da presença das mulheres no desempenho das empresas, utilizando para o efeito várias medidas de desempenho normalmente usadas na literatura: rendibilidade do ativo (ROA), rendibilidade do capital próprio (ROE) e Q de Tobin (Q).

Relativamente à presença de mulheres nos conselhos de administração em Portugal, os resultados mostram haver um ligeiro aumento, passando de 5% em 2005 para 10% em

2014, ainda assim a percentagem continua muito baixa face à média da União Europeia, que em 2005 era de 10% e 20% em 2014.

Quanto aos fatores que determinam a presença de mulheres no conselho de administração, estimando o modelo logit, verifica-se que os fatores que apresentam relevância estatística são a dimensão do conselho de administração, a dimensão da empresa, o Q de Tobin e o ROE. Os resultados sugerem que a probabilidade de existirem mulheres no conselho de administração é maior em empresas com mais membros no conselho, maior ROE, menor Q e menor dimensão da empresa. Quando estimamos o modelo tobit, os fatores que se apresentam estatisticamente significativos para explicar a proporção de mulheres no conselho de administração, são o Q de Tobin e o ROE.

Em relação ao impacto da presença de mulheres no desempenho financeiro das empresas verificou-se que, a presença de mulheres no conselho de administração tem um impacto positivo no ROE e um impacto negativo no Q de Tobin, não apresentando qualquer impacto no ROA. No que se refere à proporção de mulheres no conselho de administração, os resultados sugerem que quanto maior a proporção de mulheres maior o ROE das empresas.

O trabalho encontra-se dividido em cinco capítulos. No segundo capítulo é apresentada a revisão de literatura sobre o governo das sociedades, conselho de administração e os seus fatores de diversidade e relação com o desempenho das empresas. No terceiro capítulo sobre a metodologia e dados, é definida a amostra, as variáveis em estudo e os modelos utilizados. No quarto capítulo são apresentados os resultados e a sua respetiva análise. Por último, no capítulo cinco encontra-se a conclusão, limitações e pistas de investigação futuras.

2. Revisão de Literatura

2.1. *Corporate Governance*

Corporate Governance é o sistema através do qual as sociedades são geridas e controladas (Cadbury, 1992). Para Shleifer & Vishny (1997) trata-se de um conjunto de mecanismos através dos quais os *stakeholders* asseguram o retorno dos seus investidores.

No Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal (Silva et al., 2006), *Corporate Governance* é um conjunto de estruturas, internas e externas, de autoridade e fiscalização, cujo objetivo é que a sociedade estabeleça e concretize, de forma eficaz e eficiente, atividades e relações contratuais congruentes com os fins para os quais foi criada e desenvolve a sua atividade e as responsabilidades sociais ligadas à sua existência.

Segundo a CMVM (2000) o governo das sociedades consiste na forma como se organiza o processo de decisão e de fiscalização nas sociedades. A principal ideia associada ao governo das sociedades é a de que, as sociedades cotadas devem ir ao encontro das expectativas dos seus investidores. Assim, devem ser geridas e administradas, tendo em conta os interesses de todos os seus acionistas e não os interesses individuais de determinados acionistas.

Para a OCDE (2004) o governo das sociedades engloba um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus acionistas e outros indivíduos com interesses relevantes. Acrescenta ainda que “um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objetivos que sejam do interesse da empresa e dos seus acionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz” (OCDE, 2004, p.11).

2.2. Corporate Governance em Portugal

Em Portugal, existem documentos legais que regulam o governo das sociedades como, o Código das Sociedades Comerciais (CSC), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86 de 2 de setembro - recentemente alterado pelo Decreto-Lei n.º 98/2015, de 2 de junho, e o Código dos Valores Mobiliários (CVM), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/1999, de 13 de novembro. Segundo Câmara (2001), o CSC contém disposições relacionadas com a direção e controlo das sociedades e o CVM contempla diversas normas dedicadas às sociedades cotadas.

Como alternativa ao Código de Governo das Sociedades da CMVM, o Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), elaborou como instrumento de promoção de boas práticas de governo societário, o Código de Governo das Sociedades, aprovado no início de 2013. Fundado na regra do “*comply or explain*”, o Código do IPCG, pretende assegurar uma mais fácil adequabilidade das sociedades ao seu articulado e cumprir o difícil objetivo de o tornar adaptável às realidades muito heterogêneas dos seus destinatários.

Segundo a CMVM (2005, p. 1) governo das sociedades é um “sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado”.

De acordo com o artigo 1º do Regulamento n.º 4/2013 da CMVM, as sociedades devem prestar e divulgar informação, através da elaboração de um relatório de governo societário, sobre a estrutura e as práticas de governo societário, no qual devem constar os elementos definidos no artigo 245º-A do CVM e do Regulamento n.º 4/2013, bem como todas as demais informações relevantes para a compreensão do modelo e das práticas de governo adotadas. O relatório de governo societário deve também conter a

apreciação das sociedades relativamente ao cumprimento das recomendações elaboradas pela CMVM e a explicação do não cumprimento de alguma recomendação (CMVM, 2013).

2.3. Conselho de administração

O conselho de administração é uma instituição que permite ajudar as sociedades a resolver problemas de agência associados à sua gestão (Hermalin & Weisbach, 2003). Tem como missão garantir que a sociedade atua em consonância com os seus objetivos (Silva et al., 2006). Segundo Rodrigues (2010) o CA para além de ser responsável pela direção da estratégia da empresa, também tem a responsabilidade de fiscalizar o desempenho dos gestores, de forma a evitar conflitos de interesses.

Segundo Campbell & Mínguez-Vera (2008), o CA é um importante mecanismo de *governance*. Para a Comissão Europeia (2011) trata-se de um meio de supervisão exercido pelos administradores do conselho. Já Pfeffer (1972) diz que o CA permite estabelecer relações com ambiente no qual a empresa opera.

2.4. Conselho de administração em Portugal

Segundo o artigo 405º do CSC, compete ao conselho de administração (CA) gerir a atividade da sociedade, tendo este plenos poderes de representação da sociedade.

De acordo com o artigo 278º do CSC, o CA pode ser estruturado segundo uma das seguintes três modalidades: um CA e um conselho fiscal (modelo Latino); um CA, compreendendo uma comissão de auditoria e ROC (modelo Anglo-Saxónico); ou um CA executivo, conselho geral e de supervisão e ROC (modelo Dualista).

Segundo o artigo 390º do CSC o CA é composto pelo número de administradores que vem estipulado no contrato da sociedade. No livro verde elaborado pela Comissão Europeia (2011) é dito que a composição do CA tem de se adequar às atividades da

empresa e que os membros não-executivos devem ser selecionados com base num vasto conjunto de critérios como por exemplo, qualificações profissionais, experiência, independência e diversidade.

2.5. Diversidade no conselho de administração

A diversidade no governo das sociedades relaciona a composição do CA com a combinação de vários atributos, características e conhecimentos dos membros individuais dos conselhos de administração relativamente ao processo de tomada de decisão do conselho (Van der Walt & Ingley, 2003).

Para Erhardt et al. (2003) a diversidade contempla duas dimensões, uma observável (ou demográfica) e outra não observável (ou cognitiva). São exemplos da dimensão observável a idade, o género e a etnia, e da dimensão não observável a cultura, a religião, a independência, a experiência profissional e o conhecimento (Milliken & Martins, 1996). Hermalin & Weisbach (2003) defendem que a diversidade engloba a coexistência de membros executivos e não executivos.

De acordo com Ujunwa (2012) os CA são tradicionalmente compostos por homens e a presença de mulheres permite a existência de diversidade. Segundo Carter et al. (2003), a diversidade promove uma melhor compreensão do mercado, aumenta a criatividade e inovação e é melhor para a resolução de problemas. Marinova et al. (2010) argumentam que um conselho mais diversificado permite tomar decisões considerando um vasto leque de alternativas. Para Smith et al. (2006), a diversidade de género melhora a imagem pública da empresa e pode também melhorar o seu desempenho. Segundo Van der Walt & Ingley (2003), a presença de mulheres na administração deverá ter como objetivo a melhoria da eficácia da sociedade e das suas decisões. Lückerath-Rovers (2013) concluiu que conselhos com mulheres conseguem

estabelecer uma melhor ligação com as partes interessadas em todos os níveis da empresa, o que também melhora a sua reputação. Farrell & Hersch (2005) estudaram a influência do género na escolha dos membros do CA e verificaram que as mulheres são eleitas para o CA quando este tem uma baixa ou nula representação feminina.

O CA deve considerar a nomeação de um número suficiente de membros não executivos, que sejam capazes de dar a sua opinião de forma independente (OCDE, 2004). Fama & Jensen (1983) preconizam o recrutamento de administradores externos, por forma a evitar o conluio entre administradores e gestores.

Baysinger & Butler (1985) referem que, o grau de independência do CA pode ser medido através da proporção de administradores não executivos que compõem o conselho.

2.6. Determinantes da presença de mulheres no conselho de administração

2.6.1. Dimensão do Conselho de Administração

De acordo com Pfeffer (1972), a composição do CA é uma característica importante para os objetivos de desenvolvimento e sobrevivência de uma empresa. Hsu & Wu (2014), afirmam que a composição do CA influencia o sucesso da empresa.

Erhardt et al. (2003) destacam a importância da dimensão do CA como determinante da presença de mulheres no mesmo. Jensen (1993) afirma que CA pequenos podem ajudar a melhorar o desempenho das empresas e que CA com sete ou oito membros são menos propensos a funcionar de forma eficaz.

Para Agrawal & Knoeber (2001) e Carter et al. (2003), existe uma relação positiva entre o tamanho do conselho e a representação de mulheres no conselho. Contudo, segundo Godard & Schatt (2000) parece não existir uma composição ideal do CA.

Em consonância com estes estudos, tem-se como hipóteses de estudo:

H₁: Existe uma relação positiva entre a dimensão do conselho de administração e a presença de mulheres no conselho de administração.

H₂: Existe uma relação positiva entre a dimensão do conselho de administração e a proporção de mulheres no conselho de administração.

2.6.2. Dimensão da empresa

De acordo com Burgess & Tharenou (2002), o tamanho da empresa é um dos indicadores mais consistentes de uma sociedade com mulheres diretoras. Alguns autores como Agrawal & Knoeber (2001), Carter et al. (2003) e Adams & Ferreira (2003) concluíram que há uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a representação de mulheres no CA. Já Ostrower (2007) diz que a percentagem de mulheres nos conselhos está inversamente relacionado com o tamanho da organização.

Segundo o estudo da Informa D&B (2015), de Março de 2015, a participação de mulheres na gestão e liderança das empresas diminui à medida que aumenta a dimensão da empresa, isto no ano de 2013.

Autores como Hillman et al. (2007) usam as vendas como forma de medir a dimensão das empresas. Será calculada como variável de controlo o crescimento das vendas, tal como Rietz & Henrekson (2000), no seu estudo, que conclui existir uma relação negativa entre a presença de mulheres e o crescimento das vendas.

Pretende-se estudar as seguintes hipóteses, de acordo com os estudos anteriormente mencionados:

H₃: Existe uma relação negativa entre a dimensão da empresa e a presença de mulheres no conselho de administração.

H₄: Existe uma relação negativa entre a dimensão da empresa e a proporção de mulheres no conselho de administração.

H₅: Existe uma relação negativa entre o crescimento das vendas e a presença de mulheres no conselho de administração.

H₆: Existe uma relação negativa entre o crescimento das vendas e a proporção de mulheres no conselho de administração.

2.6.3. Idade da empresa

A relação entre a idade de uma empresa e a presença de mulheres no seu conselho de administração, ainda não foi alvo de muitos estudos, mas tem vindo a suscitar interesse. Autores como Hillman et al. (2007) consideraram importante estudar se as empresas mais antigas têm mais mulheres no seu CA.

Segundo o estudo realizado em Março pela Informa D&B (2015), à medida que aumenta a idade da empresa diminui a presença de mulheres na sua liderança.

Por forma a colmatar a escassez de estudos, pretende-se estudar as seguintes hipóteses:

H₇: Existe uma relação positiva entre a idade da empresa e a presença de mulheres no conselho de administração.

H₈: Existe uma relação positiva entre a idade da empresa e a proporção de mulheres no conselho de administração.

2.7. Desempenho financeiro e a presença de mulheres no CA

São diversos os autores que procuraram estudar a relação entre a proporção e presença de mulheres nos CA e o desempenho financeiro das empresas. Contudo, não existe um consenso sobre essa relação. Joecks et al. (2013) fazem referência a estudos realizados por outros autores sobre este tema como os de Erhardt et al. (2003) e Carter et al. (2010) que encontraram uma relação positiva entre o desempenho financeiro de

empresas dos EUA e a participação de mulheres no CA, utilizando o ROA. No entanto Adams & Ferreira (2009) verificaram uma relação negativa entre o desempenho de empresas dos EUA e a participação de mulheres no CA, medido também através do ROA. Outros como Carter et al. (2003) e Joy et al. (2007) para empresas dos EUA, e Lückerath-Rovers (2013) para empresas holandesas, verificaram a existência de uma relação positiva entre a diversidade do conselho e o ROE.

Adams & Ferreira (2003) no estudo sobre empresas dos EUA e Campbell & Mínguez-Vera (2008) no estudo de empresas espanholas, encontraram uma relação positiva entre a diversidade de género do CA e a medida de desempenho Q de Tobin. Já Adams & Ferreira (2009) encontraram uma relação negativa entre a diversidade do CA e o Q de Tobin, enquanto que Carter et al. (2003) não encontram qualquer relação, ambos para empresas dos EUA.

Outros autores, como Rietz & Henrekson (2000), Smith et al. (2006) e Rose (2007), não encontraram qualquer relação entre a representação de mulheres no CA e as várias medidas de desempenho financeira das empresas.

Os diferentes resultados dos estudos são reflexo dos períodos de tempo em análise, dos diferentes países, dos tipos de empresas, bem como das medidas de diversidade e desempenho financeiro utilizadas. Segundo Rhode & Packel (2014), os estudos sobre o efeito da diversidade do CA sobre o desempenho da empresa são inconclusivos, visto que os resultados são altamente dependentes da metodologia utilizada.

Assim, serão estudadas as seguintes hipóteses:

H₉: Existe uma relação entre o desempenho das empresas e a presença de mulheres no conselho de administração.

H₁₀: Existe uma relação entre o desempenho das empresas e a proporção de mulheres no conselho de administração.

H₁₁: Existe uma relação entre a presença de mulheres no conselho de administração e o desempenho das empresas.

H₁₂: Existe uma relação entre a proporção de mulheres no conselho de administração e o desempenho das empresas.

2.8. Medidas para combater a desigualdade

A Comissão Europeia publicou em Março de 2006, o roteiro para a igualdade entre mulheres e homens (2006-2010) e em Setembro de 2010, a estratégia para a igualdade entre mulheres e homens (2010-2015) com o intuito de promover a igualdade entre homens e mulheres na Europa, designadamente na igual independência económica, igualdade salarial e na igualdade de acesso a posições de chefia e de decisão.

Como medida para combater a desigualdade entre homens e mulheres nos conselhos de administração, a Comissão Europeia, em Novembro de 2012, propôs uma diretiva que estabelece um objetivo mínimo de 40% de administradores não-executivos do género menos representado. Este objetivo deve ser atingido até 2018 para as sociedades públicas e até 2020 para as empresas cotadas. Esta proposta prevê também uma quota flexível, como medida complementar, para a representação de administradores executivos de ambos os géneros.

O Governo português tem vindo a aprovar medidas que visam aumentar e reforçar a participação de mulheres nos lugares de tomada de decisão e combater a desigualdade entre homens e mulheres. São exemplos destas medidas:

- A Resolução do Conselho de Ministros n.º 19/2012, de 8 de março, que determinou a obrigatoriedade da adoção, por todas as entidades do setor empresarial do Estado, de planos para a igualdade. É também recomendado que as empresas do setor empresarial privado, em especial as empresas cotadas adotem estes planos de igualdade;
- A Resolução do Conselho de Ministros n.º 13/2013, de 8 de março, consagra medidas que visam a promoção da igualdade de oportunidades e de resultados entre mulheres e homens no mercado de trabalho;
- A Resolução do Conselho de Ministros n.º 103/2013, de 31 de dezembro, que aprovou o V Plano Nacional para a Igualdade de Género, Cidadania e Não-Discriminação 2014-2017, o qual pretende promover as condições necessárias para uma maior igualdade de oportunidades e de tratamento de homens e mulheres no mercado de trabalho. Alguns dos objetivos contemplados neste plano são o incentivo à implementação de planos para a igualdade nas empresas privadas, promover o empreendedorismo feminino e reforçar os mecanismos de acesso das mulheres a lugares de decisão económica;
- A Resolução do Conselho de Ministros n.º 18/2014, de 7 de março, que estabeleceu diversas medidas que se destinam a contrariar a tendência histórica de desigualdade salarial penalizadora das mulheres;
- A Resolução do Conselho de Ministros n.º 11-A/2015, de 6 de março, que mandou a Secretária de Estado dos Assuntos Parlamentares e da Igualdade, a Secretária de Estado do Tesouro, o Secretário de Estado do Desenvolvimento Regional, o Secretário de Estado Adjunto e da Economia e o Secretário de Estado do Emprego para, no prazo de 90 dias, celebrar com as empresas cotadas em bolsa

um compromisso com o intuito de promover um maior equilíbrio na representação de mulheres e de homens nos respetivos conselhos de administração. Em junho de 2015, foi celebrado um acordo entre o Governo e 13 empresas¹ cotadas portuguesas, as quais se comprometem até 2018 ter 30% de mulheres nos seus CA.

2.9. Informação sobre a população portuguesa

Quanto à população empregada em Portugal (Tabela I) os homens continuam a representar mais de metade do total da população. No período de 2005 a 2014 verificou-se uma diminuição da totalidade da população empregada, mas em termos percentuais, as mulheres passaram de 46,37% em 2005 para 48,45% em 2014.

Tabela I - População empregada em Portugal total e por género (2005-2014)

Anos	Total	Masculino		Feminino	
2005	5047,3	2706,8	53,63%	2340,6	46,37%
2006	5079,0	2725,1	53,65%	2354,0	46,35%
2007	5092,5	2725,2	53,51%	2367,3	46,49%
2008	5116,6	2725,3	53,26%	2391,3	46,74%
2009	4968,6	2611,7	52,56%	2356,9	47,44%
2010	4898,4	2569,3	52,45%	2329,1	47,55%
2011	4740,1	2487,2	52,47%	2252,9	47,53%
2012	4546,9	2357,3	51,84%	2189,6	48,16%
2013	4429,4	2288,4	51,66%	2141,0	48,34%
2014	4499,5	2319,5	51,55%	2180,0	48,45%

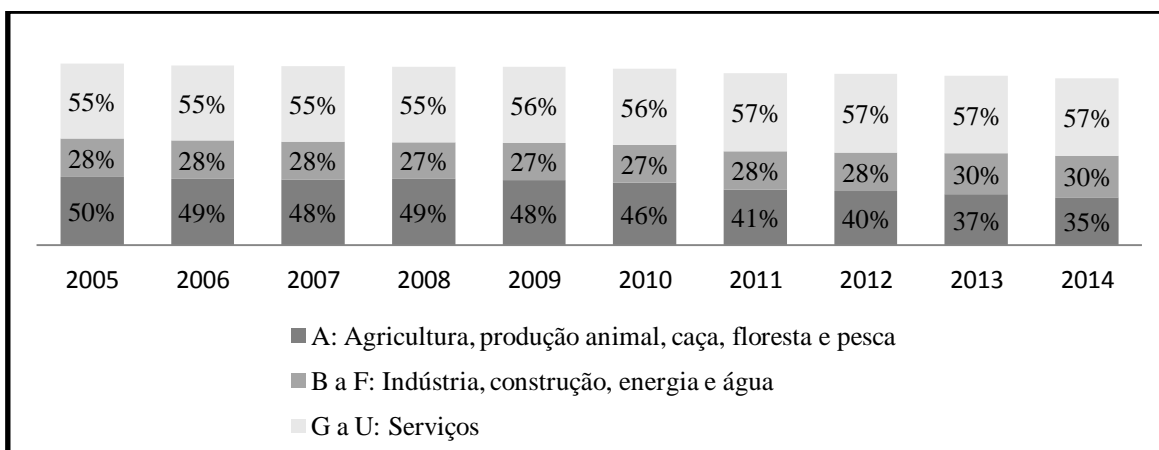
Fontes: INE - Inquérito ao Emprego

Em Portugal, a população empregada encontra-se maioritariamente no setor dos serviços, seguido do setor da indústria, construção, energia e água e por último o setor da agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca (Tabela XI em anexo). As mulheres portuguesas representam mais de metade da população empregada no setor de serviços (G a U) como se pode verificar no Gráfico 1, seguindo-se o setor (A) da

¹ BANIF; BCP; CTT; EDP; EDP RENOVÁVEIS; GALP ENERGIA; GLINT; IMPRESA; LISGRÁFICA; LUZ SAÚDE; MEDIA CAPITAL; PHAROL e REN.

agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca e por fim o setor (B a F) da indústria, construção, energia e água (Tabela XII em anexo).

Gráfico 1 - Mulheres empregadas por setor de atividade principal (CAE-Rev.3)



Fonte de Dados: INE - Inquérito ao Emprego

Quanto à composição dos conselhos de administração em Portugal, não há mulheres na liderança das empresas cotadas, apenas 9,9% dos cargos nos CA destas empresas são ocupados por mulheres (em 2014), uma variação positiva de 4,2 pontos percentuais face a 2011, cuja percentagem de mulheres nos conselhos era de 5,7 (Informa D&B, 2015).

3. Metodologia e Dados

3.1. Definição da Amostra

A amostra inicial era composta por todas as empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon* (PSI geral). Foram excluídas todas as empresas financeiras tal como Pfeffer (1972), Rose (2007) e Marinova et al. (2010) nos seus estudos e todas as empresas desportivas, visto terem uma contabilidade específica e devido ao seu período de relato não coincidir com o ano civil. Foram também excluídas algumas empresas para as quais não havia todos os dados. A amostra final é constituída por 29 empresas (Tabela XIII).

Os dados sobre o governo das sociedades foram recolhidos manualmente através dos relatórios e contas de cada empresa e dos respetivos relatórios do governo das sociedades, disponíveis na página de Internet da CMVM. Quanto aos dados financeiros estes foram recolhidos através da base de dados *Bloomberg* no mês de junho de 2015. Foram recolhidos e analisados dados para um período de 10 anos (de 2005 a 2014).

3.2. Metodologia

Neste trabalho foram utilizados dados em painel, isto é, que compreendem duas dimensões, a dimensão seccional, composta por todos os indivíduos presentes na amostra, e a dimensão temporal, composta por todos os anos em que os indivíduos são observados. O painel de dados não é balanceado, uma vez que foram excluídos os anos em que as empresas apresentavam um valor negativo do seu capital próprio, para não induzir em erro a quando do cálculo do rácio ROE.

Para testar as hipóteses em estudo, foi realizado o teste t para analisar a diferença de médias entre empresas com e sem mulheres no CA à semelhança do estudo realizado por Adams & Ferreira (2009) e foram estimados os modelos *Logit*, *Tobit*, e Mínimos Quadrados Ordinários (OLS), com recurso ao programa estatístico Stata/IC 12.

3.3. Definição das variáveis

A Tabela II apresenta as variáveis usadas, a sua forma de cálculo e alguns estudos que suportam a sua inclusão na análise empírica.

Tabela II - Definição das variáveis

Nome	Sigla	Forma de cálculo	Autores que utilizam
Presença de mulheres no conselho de administração	PMCA	Variável <i>dummy</i> , que apresenta o valor de 1 quando a empresa tem pelo menos uma mulher no seu CA e o valor de 0 quando não tem nenhuma mulher.	Carter et al. (2003); Rose (2007); Campbell & Mínguez-Vera (2008); Adams & Ferreira (2009); Haslam et al. (2010) e Lückerath-Rovers (2013).

Proporção de Mulheres no Conselho de Administração	PRMCA	$PRMCA = (\text{Total de mulheres no CA}) / (\text{Total de membros do CA})$	Carter et al. (2003); Smith et al. (2006); Rose (2007); Campbell & Mínguez-Vera (2008); Adams & Ferreira (2009); Böhren & Ström (2010) e Lückcrath-Rovers (2013).
Dimensão do Conselho de Administração	TMCA	Total de membros do conselho de administração	Carter et al. (2003) e Erhardt et al. (2003).
Dimensão da Empresa	LnAtivo	Logaritmo natural do ativo total das empresas	Agrawal & Knoeber (2001); Carter et al. (2003); Campbell & Mínguez-Vera (2008) e Lückcrath-Rovers (2013).
Crescimento das Vendas	VarV	Variação das vendas	Rietz & Henrekson (2000)
Idade da empresa	IDE	Número de anos em que a empresa está em funcionamento	Marinova et al. (2010) e Hillman et al. (2007).
Rendibilidade do Capital Próprio	ROE	$ROE = [(\text{Resultado Líquido}) / (\text{Capital Próprio})] \times 100$	Shrader et al. (1997) e Joy et al. (2007).
Rendibilidade do Ativo	ROA	$ROA = [(\text{Resultado Líquido}) / (\text{Ativo Total})] \times 100$	Shrader et al. (1997); Erhardt et al. (2003); Carter et al. (2010) e Böhren & Ström (2010).
Q de Tobin	Q	$Q = (\text{Valor de Mercado das ações} + \text{Valor Contabilístico da Dívida}) / (\text{Valor Contabilístico do Ativo Total})$	Brainard & Tobin (1968); Tobin (1969); Chung & Pruitt (1994); Kiel & Nicholson (2003); Adams & Ferreira (2004); Rose (2007); Campbell & Mínguez-Vera (2008); Adams & Ferreira (2009); Carter et al. (2010) e Haslam et al. (2010).

3.4. Modelos empíricos

Serão estimados modelos que irão permitir dar resposta às hipóteses em estudo. O primeiro modelo será o modelo *Logit*, tendo como variável dependente a presença de mulheres no CA, pretendendo verificar quais os fatores relacionados com a presença de mulheres no CA. O segundo modelo, será o modelo *Tobit*, o qual terá como variável

dependente a proporção de mulheres no CA, pretendendo averiguar quais os fatores relacionados com a proporção de mulheres no CA. Por último serão estimados os modelos *OLS* tendo como variáveis dependentes o ROE, o ROA e o Q, para verificar o impacto da presença e proporção de mulheres no desempenho das empresas.

3.4.1. Modelo Logit

O modelo *Logit*, trata-se de um modelo binomial que é utilizado quando a variável dependente do modelo é uma variável binária (Wooldridge, 2012). Assim, a variável dependente deste modelo vai ser a presença de mulheres no CA, que assume o valor de 1 quando as empresas têm pelo menos uma mulher no seu CA e o valor de 0 quando as empresas não têm nenhuma mulher no CA, tal como Hillman et al. (2007) no seu estudo. Com este modelo pretende-se dar resposta às hipóteses de estudo H₁, H₃, H₅, H₇ e H₉.

$$\mathbf{PMCA}_{it} = \alpha + \beta_1 \mathbf{TMCA}_{it} + \beta_2 \mathbf{IDE}_{it} + \beta_3 \mathbf{LnAtivo}_{it} + \beta_4 \mathbf{VarV}_{it} + \beta_5 \mathbf{Q}_{it} + \beta_6 \mathbf{ROA}_{it} + \beta_7 \mathbf{ROE}_{it} \quad (1)$$

Onde, *i* corresponde à empresa (*i*= 1,..., 29); *t* corresponde ao ano em análise (*t*= 2005,..., 2014); o α é uma contante; os β são os objetos de estimação.

3.4.2. Modelo Tobit

O modelo *Tobit*, é um modelo que suporta variáveis censuradas, pode ser utilizado quando a variável dependente é uma proporção (Wooldridge, 2012). Neste caso a variável dependente vai ser a proporção de mulheres no CA (PRMCA), que esta varia entre 0% e 44%. Usada a variável dependente PRMCA como Carter et al. (2003) no seu estudo. Com este modelo pretende-se dar resposta à H₂, H₄, H₆, H₈ e H₁₀.

$$\begin{aligned} \text{PRMCA}_{it}^* = & \alpha + \beta_1 \text{TMCA}_{it} + \beta_2 \text{IDE}_{it} + \beta_3 \text{LnAtivo}_{it} + \beta_4 \text{VarV}_{it} + \beta_5 \text{Q}_{it} + \\ & \beta_6 \text{ROA}_{it} + \beta_7 \text{ROE}_{it} + u_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

Tal que,

$$\text{PRMCA}_{it} = \text{PRMCA}_{it}^* \text{ se } \text{PRMCA}_{it}^* > 0$$

$$\text{PRMCA}_{it} = 0 \text{ se } \text{PRMCA}_{it}^* \leq 0$$

Onde, i corresponde à empresa ($i=1, \dots, 29$); t corresponde ao ano em análise ($t=2005, \dots, 2014$); o α é uma contante; os β são os objetos de estimação; e o $u_i \sim N(0, \sigma^2)$.

3.4.3. Modelo dos Mínimos Quadrados Ordinários

Com o modelo dos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS) poder-se-á verificar o impacto da presença e proporção de mulheres no desempenho das empresas, utilizando como variáveis dependentes o ROA, o ROE e o Q, tal como Adams & Ferreira (2009), Campbell & Mínguez-Vera (2008) e Lückerrath-Rovers (2013). Pretende-se com este modelo dar resposta às hipóteses H_{11} e H_{12} .

$$\text{ROE}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{PRMCA}_{it} + \beta_2 \text{TMCA}_{it} + \beta_2 \text{IDE}_{it} + \beta_4 \text{LnAtivo}_{it} + \beta_5 \text{VarV}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\text{ROE}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{PMCA}_{it} + \beta_2 \text{TMCA}_{it} + \beta_3 \text{IDE}_{it} + \beta_4 \text{LnAtivo}_{it} + \beta_5 \text{VarV}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$\text{ROA}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{PRMCA}_{it} + \beta_2 \text{TMCA}_{it} + \beta_2 \text{IDE}_{it} + \beta_4 \text{LnAtivo}_{it} + \beta_5 \text{VarV}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$\text{ROA}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{PMCA}_{it} + \beta_2 \text{TMCA}_{it} + \beta_2 \text{IDE}_{it} + \beta_4 \text{LnAtivo}_{it} + \beta_5 \text{VarV}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$\text{Q}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{PRMCA}_{it} + \beta_2 \text{TMCA}_{it} + \beta_2 \text{IDE}_{it} + \beta_4 \text{LnAtivo}_{it} + \beta_5 \text{VarV}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$\text{Q}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{PMCA}_{it} + \beta_2 \text{TMCA}_{it} + \beta_2 \text{IDE}_{it} + \beta_4 \text{LnAtivo}_{it} + \beta_5 \text{VarV}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Em que, i corresponde às empresas ($i=1, \dots, 29$), o t corresponde ao ano em análise ($t=2005, \dots, 2014$), o α é uma contante; os β são os coeficientes associados a cada variável independente e de controlo a serem estimados e ε é o erro ou resíduo do modelo.

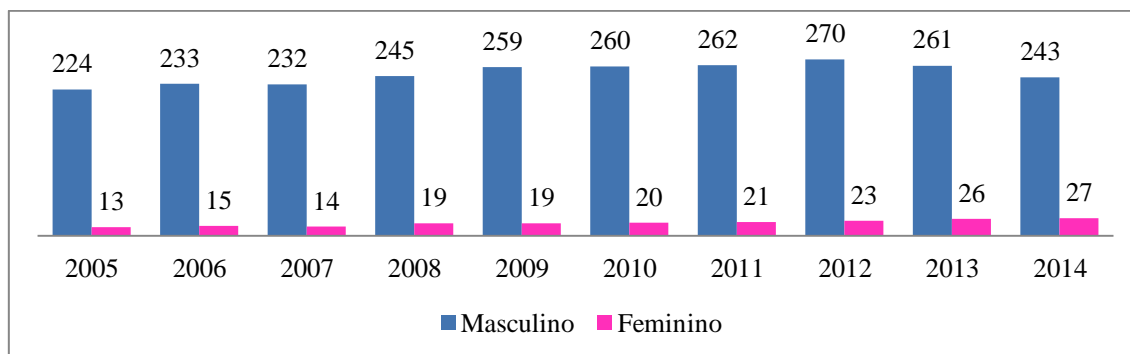
Os modelos serão também estimados com Efeitos Aleatórios (RE) e os Efeitos Fixos (FE). No OLS assume-se que os erros não incluem efeitos individuais (características de cada empresa). Assumindo que existem efeitos individuais, os FE assumem que estes são fixos, enquanto que os RE assumem que os efeitos são aleatórios (Wooldridge, 2012). Por forma a verificar qual o modelo mais indicado (RE ou FE), será efetuado o teste de Hausman, que testa a hipótese nula de não haver correlação entre os erros específicos e os regressores, indicando assim que o modelo dos RE é mais indicado em detrimento do FE (Hausman, 1978).

4. Análise de Resultados

4.1. Presença de mulheres no Conselho de Administração

Ao analisar a composição do CA das 29 empresas da amostra (ver Tabela XIV em anexo) pode verificar-se que o número de mulheres nos CA tem vindo a aumentar lentamente. Através da análise do Gráfico 2 pode ver-se a discrepância entre o número de homens e o número de mulheres nos CA. O número de mulheres aumentou de 5% em 2005 para 10% em 2014, ainda assim Portugal continua aquém da média da UE cuja percentagem de mulheres nos CA em 2005 era de 9,8% e em 2014 era de 20,2%.

Gráfico 2 – Composição do conselho de administração por género



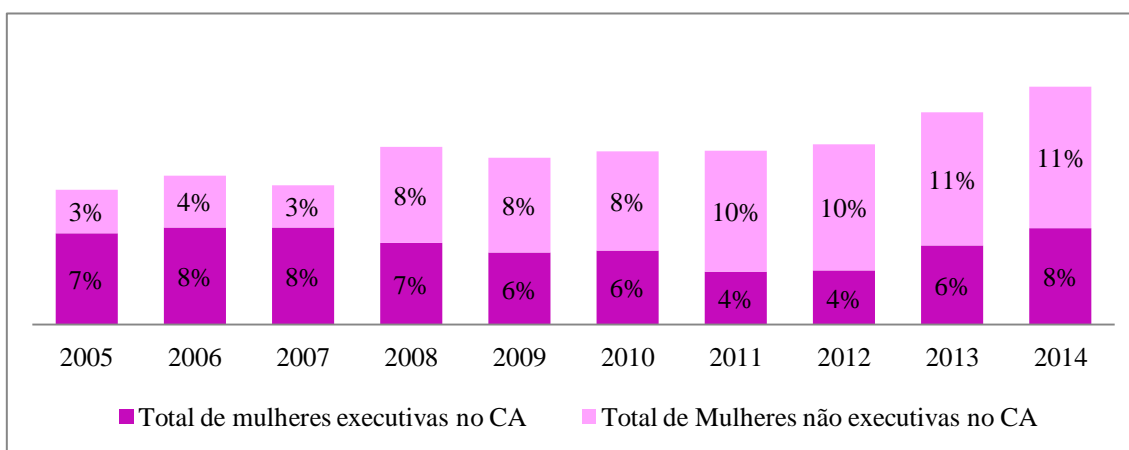
Fonte: Elaboração Própria.

Quanto aos membros executivos femininos (Gráfico 3)Gráfico 1 pode verificar-se que houve um aumento de 2005 até 2007, mas de 2008 até 2012 passou de 7% para 4%. A partir de 2012 começou a aumentar até 2014. Em relação aos membros não-executivos femininos, houve sempre um aumento à exceção de 2007. De 2005 até 2007 a percentagem de mulheres executivas era superior à das não executivas, mas de 2008 até 2014 inverteu-se a situação, passando a haver mais mulheres não executivas do que executivas.

Podemos verificar que depois da diretiva elaborada pela Comissão Europeia (em 2012), que estabelece um objetivo mínimo de 40% de administradores não-executivos, as percentagens de mulheres não-executivas aumentou, mas ainda está longe do objetivo de 40% a atingir até 2018, tendo apenas 11% de mulheres.

Das 29 empresas analisadas, verificou-se ainda que nenhuma das mulheres presentes nos CA, ocupava o cargo de presidente do CA, nem de Vice-presidente.

Gráfico 3 - Mulheres executivas e não executivas no CA



Fonte: Elaboração Própria.

A Tabela III apresenta o *ranking* das empresas com e sem mulheres no CA durante o período em análise.

Tabela III - *Ranking* das empresas com e sem mulheres no CA

Empresas com mulheres no CA (valores médios)				
Rank	Empresa	n.º de membros	n.º de mulheres	% de mulheres
1	Mota - Engil, SGPS, S.A.	13,0	3,4	26,2%
2	Imobiliária Construtora Grão-Pará, S.A.	3,0	0,6	20,0%
3	Toyota Caetano Portugal, S.A.	7,0	1,4	20,0%
4	Corticeira Amorim, SGPS, S.A.	6,7	1,2	17,9%
5	VAA - Vista Alegre Atlantis, SGPS, S.A.	8,7	1,4	16,1%
6	Altri, SGPS, S.A.	5,2	0,8	15,4%
7	Semapa - Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A.	11,3	1,6	14,2%
8	Sumol + Compal, S.A.	7,6	1,0	13,2%
9	Sag Gest - Soluções Automóvel Globais, SGPS, S.A.	8,2	1,0	12,2%
10	SDC - Investimentos, SGPS, S.A.	8,1	0,9	11,1%
11	Cofina - SGPS, S.A.	5,6	0,6	10,7%
12	Impresa – SGPS, S.A.	7,2	0,7	9,7%
13	Sonaecom - S.G.P.S., S.A.	9,9	0,9	9,1%
14	Nos, SGPS, S.A.	15,9	1,2	7,5%
15	Grupo Média Capital, SGPS, S.A.	8,6	0,6	7,0%
16	Sonae - S.G.P.S., S.A.	9,3	0,6	6,5%
17	EDP - Energias de Portugal, S.A.	24,2	0,9	3,7%
18	Portugal Telecom, SGPS, S.A.	21,8	0,6	2,8%
19	Novabase - SGPS, S.A.	12,5	0,2	1,6%
20	Reditus - SGPS, S.A.	7,8	0,1	1,3%
Empresas sem mulheres no CA (valores médios)				
Rank	Empresa	n.º de membros	n.º de mulheres	% de mulheres
1	Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, S.A.	12,2	0,0	0,0%
2	Jerónimo Martins, SGPS, S.A.	9,7	0,0	0,0%
3	Portucel, SA.	9,4	0,0	0,0%
4	Sonae Indústria SGPS, S.A.	8,5	0,0	0,0%
5	Glintt - Global Intelligent Technologies, S.A.	8,0	0,0	0,0%
6	Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, S.A.	7,9	0,0	0,0%
7	Compta - equipamentos e Serviços de Informática, S.A.	4,9	0,0	0,0%
8	Lisgráfica - impressão e Artes Gráficas, S.A.	3,4	0,0	0,0%
9	Ibersol - SGPS, S.A.	3,0	0,0	0,0%

Das 29 empresas, 9 não tinham nenhuma mulher nos seus CA durante o período em análise, contribuindo assim para a desigualdade entre homens e mulheres nos CA.

Das empresas com mulheres, a Mota-Engil destaca-se como a empresa com mais percentagem de mulheres no CA, aproximadamente 26%, seguindo-se a Imobiliária construtora Grão-Pará e a Toyota Caetano Portugal ambas com aproximadamente 20%

de mulheres. Em último está a Reditus apenas com aproximadamente 1% de mulheres no seu CA.

Por forma a colmatar as desigualdades entre homens e mulheres, foi celebrado em junho de 2015, um acordo entre o Governo e 13 empresas cotadas portuguesas, em que estas se comprometem até 2018 a ter 30% de mulheres nos seus CA. Destas 13 empresas 5 fazem parte das empresas em estudo, estando destacadas a cinzentos na Tabela III. Duas delas a Glintt e a Lisgráfica, que até 2014 não tinham nenhuma mulher no seu CA, e as restantes três empresas a Impresa, Grupo Média Capital e Portugal Telecom, que tinham já mulheres nos seus CA, embora com percentagens pequenas, assumiram o compromisso de atingir até 2018 uma quota de 30% de mulheres nos seus CA.

Na Tabela IV estão as percentagens de mulheres no CA por CAE e a sua evolução ao longo do período em análise (2005-2014).

Tabela IV - Percentagem de mulheres por CAE

CAE	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média
F	29%	28%	28%	20%	19%	21%	19%	18%	16%	12%	21,0%
C	4%	5%	6%	10%	8%	8%	9%	9%	10%	12%	8,1%
G	7%	7%	7%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7,1%
J	1%	2%	1%	2%	4%	4%	5%	7%	10%	12%	4,8%
D	0%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3,4%
M	0%	0%	0%	14%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1,4%
Total	42%	47%	47%	58%	42%	44%	45%	44%	46%	46%	46,1%

Fonte: Elaboração Própria.

Tal como se pode verificar, o CAE com maior percentagem de mulheres é o F (construção) e o que tem menor percentual de mulheres é o M (atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares). Em 2005 a percentagem de mulheres no CA, no CAE F, era de 29% a qual diminuiu para 12% em 2014. Já os CAE C, J e D aumentaram ligeiramente a percentagem de mulheres no CA de 2005 para 2014 e os

CAE G e M mantiveram percentagens iguais durante o período em análise, à exceção do ano 2008. Na Tabela XV em anexo, estão o número de mulheres por CAE, assim como o número de mulheres executivas e não executivas, que apresentaram um aumento ao longo dos anos em estudo (2005 a 2014).

4.2. Estatísticas descritivas e matriz de correlação das variáveis

Na Tabela V são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis. Analisando esta tabela pode verificar-se que aproximadamente 52% das empresas da amostra têm pelo menos uma mulher no seu CA. No entanto, quando olhamos para a proporção de mulheres nos CA, verificamos que representam apenas 8% do total de membros. Em média os CA têm 10 membros tendo estes no mínimo 3 membros e no máximo 30 membros.

A idade média das empresas da amostra é 41 anos, tendo como máximo de longevidade 213 anos e um mínimo de 0 anos que se deve ao facto de a Altri, SGPS, S.A. ter sido fundada em 2005, daí o mínimo da idade ser 0.

Relativamente à dimensão das empresas, calculada através do logaritmo natural do ativo total, verifica-se um valor médio de aproximadamente 20,63 M€. Em termos de perspetivas de crescimento obteve-se uma variação das vendas média de 3%.

As variáveis relacionadas com o desempenho financeiro, nomeadamente o ROA, ROE e Q de Tobin, apresentaram médias positivas. O ROA tem aproximadamente uma média de 3% e o ROE de 2%. Quanto ao Q este apresenta uma média de 1,14, que é superior a 1, o que significa que as empresas são capazes de criar mais valor, utilizando os recursos disponíveis de forma eficaz (Campbell & Mínguez-Vera, 2008).

Tabela V - Estatísticas descritivas das variáveis

Variáveis	N	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
PMCA	267	52,06%	100,00%	50,05%	0,00	1,00
PRMCA	267	8,25%	4,00%	9,97%	0,00%	44,00%
TMCA	267	9,62	9,00	5,03	3,00	30,00
IDE	267	41,24	24,00	45,36	0,00	213,00
LnAtivo	267	20,63	20,47	1,57	17,09	24,48
VarV	240	3,11%	1,12%	23,32%	-87,92%	126,43%
Q	267	1,14	1,03	0,55	0,05	5,69
ROA	267	2,88%	2,00%	14,07%	-17,00%	213,00%
ROE	267	2,16%	8,00%	47,55%	-362,00%	403,00%

Nota: N= Número de observações; PMCA=Presença de mulheres no CA; PRMCA=Proporção de Mulheres no CA; TMCA=Dimensão do CA; IDE=Idade da empresa; LnAtivo= Dimensão da Empresa (Logaritmo natural do ativo total); VarV= Variação das vendas; Q= [(Valor de Mercado das ações + Valor Contabilístico da Dívida)/Valor Contabilístico do Ativo Total]; ROA=Resultado Líquido/Ativo Total; ROE=Resultado Líquido/Capital Próprio.

Através da matriz de correlação de variáveis presente na Tabela VI, pode verificar-se que as variáveis presença de mulheres no CA (PMCA) e a proporção de mulheres no CA (PRMCA) estão altamente correlacionadas, assim como a variável dimensão da empresa (LnAtivo) e a dimensão do CA (TMCA). As variáveis ROA e ROE apresentam uma moderada correlação entre si. Quanto às restantes variáveis apresentam uma fraca correlação entre si.

Os resultados sugerem que a presença de mulheres no CA é mais provável nas empresas de maior dimensão e com CA maiores. No entanto, quanto maior a empresa e o CA menor é a proporção das mulheres. Os resultados também apontam para uma associação negativa entre o nível de desempenho mensurado pelo Q e a presença feminina no CA.

Tabela VI – Matriz de correlação das variáveis

	PMCA	PRMCA	TMCA	IDE	LnAtivo	VarV	Q	ROA	ROE
PMCA	1								
PRMCA	0,7952***	1							
TMCA	0,1361**	-0,1433**	1						
IDE	-0,0232	0,0387	-0,0910	1					
LnAtivo	0,1096*	-0,1019*	0,7268***	-0,0197	1				
VarV	-0,0861	-0,0553	0,0246	0,0306	0,0551	1			
Q	-0,1903***	-0,1040*	-0,0982	0,1764***	-0,0887	0,1882***	1		
ROA	-0,1008	-0,0970	0,0232	-0,0804	0,1307**	0,1072*	0,0518	1	
ROE	0,0929	0,0721	0,0892	-0,1199*	0,1461**	0,1272**	0,0855	0,3144***	1

Nota: PMCA=Presença de mulheres no Conselho de Administração; PRMCA=Proporção de Mulheres no Conselho de Administração; TMCA=Dimensão do Conselho de Administração; IDE=Idade da empresa; LnAtivo =Dimensão da Empresa (logaritmo natural do ativo total); VarV= Variação das vendas; Q = (Valor de Mercado das ações + Valor Contabilístico da Dívida)/Valor Contabilístico do Ativo Total; ROA=Resultado Líquido/Ativo Total; ROE=Resultado Líquido/Capital Próprio. N=267 e a significância estatística é representada por *, ** e ***, que corresponde respetivamente a 10%, 5% e 1%.

Foi efetuado um teste à multicolinearidade (Tabela XVI) através do cálculo dos VIF's (*Variance Inflation Factors*), cujos valores são inferiores ao valor crítico 10 (Gujarati, 2003; Chatterjee & Hadi, 2012 e Wooldridge, 2012). Pode concluir-se assim que não há problemas de multicolinearidade.

4.3. Diferença de médias entre empresas com e sem mulheres no CA

Foi realizado o teste t de igualdade de médias, para testar a diferença de médias entre empresas com e sem mulheres no CA. Considerou-se empresas com mulheres no CA, todas as observações em que existe pelo menos uma mulher no CA e empresas sem mulheres no CA, todas as observações em que não há nenhuma mulher. Foi previamente realizado o teste de igualdade de variâncias², para uma correta estimação do teste t de igualdade de médias.

² Foi efetuado o teste de igualdade de variâncias, em que a hipótese nula de igualdade de variâncias foi rejeitada no caso das variáveis TMCA, IDE, ROA e ROE, sendo necessário utilizar a opção *unequal* do Stata/IC 12 no teste t da igualdade de médias.

Tabela VII – Teste t para a igualdade de médias

Variáveis	Todas as empresas		Empresas sem mulheres no CA		Empresas com mulheres no CA		Valor t
	N	Média	N	Média	N	Média	
TMCA	267	9,62	128	8,91	139	10,27	-2,27**
IDE	267	41,24	128	42,34	139	40,23	0,37
LnAtivo	267	20,63	128	20,45	139	20,79	-1,79*
VarV	240	3,11%	110	5,29%	130	1,27%	1,33
Q	267	1,14	128	1,25	139	1,04	3,16***
ROA	267	2,88%	128	4,36%	139	1,53%	1,59
ROE	267	2,16%	128	-2,43%	139	6,40%	-1,50

Nota: N=Número de observações; TMCA=Total de membros do conselho de administração; IDE=Idade da empresa; LnAtivo=Logaritmo natural do ativo; VarV=Variação das Vendas; Q=(Valor de Mercado das ações + Valor Contabilístico da Dívida)/Valor Contabilístico do Ativo Total; ROA=Resultado Líquido/Ativo Total; ROE=Resultado Líquido/Capital Próprio.

A significância estatística é representada por *, ** e ***, que corresponde respetivamente a 10%, 5% e 1%.

Como se pode verificar na Tabela VII, existem diferenças estatisticamente significativas de mulheres no CA em termos da dimensão do CA, dimensão da empresa e valor da empresa medido pelo Q de Tobin.

As empresas que têm pelo menos uma mulher no seu CA têm, em média, mais elementos no CA do que as empresas sem mulheres. Apresentam pior desempenho financeiro, medido pelo Q de Tobin e têm maior dimensão da empresa.

4.4. Determinantes da presença de mulheres no conselho de administração

4.4.1. Resultados de Modelo Logit

Na Tabela VIII são apresentados os resultados do modelo *logit*, utilizando como variável dependente, a variável *dummy*, presença de mulheres no CA (PMCA). No modelo (1) são apresentados os resultados utilizando todas as variáveis independentes e fazendo o controlo por setor, como Duffhues & Kabir (2008) no seu estudo. Foi também estimado o modelo retirando os *outliers* a 1 % das variáveis independentes, mas como os resultados são semelhantes optou-se por analisar o modelo sem retirar os *outliers*.

Tabela VIII – Modelo *Logit* para a Presença de Mulheres no CA

Variáveis Independentes	Modelo (1)
Constante	23,2158* (13,4548)
TMCA	0,6801*** (0.2300)
IDE	0,0030 (0,0220)
Q	-2,3583** (1,1556)
ROA	-8,0830 (9,8269)
ROE	3,3560*** (1,2222)
LnAtivo	-1,2609* (0,6733)
VarV	-0,3020 (1,1632)
Controlo por CAE	Sim
Wald χ^2	19,28
Prob > χ^2	0,0820*
Log likelihood	-84,0348
Observações	240

Nota: TMCA=Dimensão do CA; IDE=Idade da empresa; Q = (Valor de Mercado das ações + Valor Contabilístico da Dívida) / Valor Contabilístico do Ativo Total; ROA=Resultado Líquido/Ativo Total; ROE=Resultado Líquido/Capital Próprio; LnAtivo=Logaritmo natural do ativo total; VarV= Crescimento das Vendas; CAE=controlo através de variáveis *dummy* CAE. Os valores entre parênteses correspondem aos desvios padrão das variáveis. A significância estatística é representada por *, ** e ***, que corresponde respetivamente a 10%, 5% e 1%.

Relativamente à dimensão do CA (TMCA) pode verificar-se que existe uma relação positiva com a presença de mulheres no CA, tal como Carter et al. (2003) no seu estudo, o que nos permite aceitar a hipótese de estudo H₁.

No que respeita à hipótese de estudo H₃, que pretende averiguar se existe uma relação negativa entre a dimensão da empresa (LnAtivo) e a presença de mulheres no CA, verificar-se que há uma relação negativa estatisticamente significativa a 10%, o que permite aceitar a hipótese, tal como sugere o estudo realizado pelo Informa D&B (2015). No que concerne à hipótese H₅, a variável de controlo VarV apresenta um

coeficiente negativo mas sem significância estatística, o que não permite aceitar a hipótese.

Quanto à hipótese H_7 , de haver uma relação positiva entre a idade da empresa e a presença de mulheres no CA, existe uma relação positiva mas não é estatisticamente significativa, o que não nos permite aceitar a hipótese.

A hipótese de estudo H_9 pretende averiguar se existe uma relação entre a presença de mulheres e o desempenho das empresas. É possível suportar esta hipótese, tendo em conta a variável ROE que apresenta um coeficiente positivo e estatisticamente significativo a 1%, e o Q de Tobin apresenta um coeficiente negativo estatisticamente significativo a 5%. Já a variável ROA, apresenta um coeficiente negativo mas sem significância estatística.

Podemos assim concluir que, há uma maior presença de mulheres no CA, nas empresas com maior dimensão do conselho, menor dimensão da empresa, menor Q e maior ROE.

4.4.2. Resultados do Modelo Tobit

A Tabela IX apresenta os resultados da estimação do modelo *Tobit*, utilizando como variável dependente, a proporção de mulheres no CA (PRMCA). Também foi estimado o modelo sem os *outliers* das variáveis independentes a 1%, mas como os resultados eram muito semelhantes, optou-se por analisar o modelo sem retirar *outliers*.

No modelo (1), pode verificar-se que os coeficientes das variáveis Q e ROE são estatisticamente significativos, com uma significância de 10% e 1% respetivamente. Quanto ao Q este apresenta uma relação negativa com a proporção de mulheres no CA, já o ROE apresenta uma relação positiva. Assim, quanto à hipótese de estudo H_{10} , de

que a proporção de mulheres está relacionada com o desempenho das empresas, apenas é sustentada pelas variáveis ROE e Q.

As restantes variáveis (TMCA; IDE; LnAtivo e VarV) apresentam coeficientes positivos, à exceção do ROA, mas todas sem significância estatística.

Podemos concluir que os fatores determinantes da proporção de mulheres no CA, são as medidas de desempenho ROE e Q, ou seja, há uma maior proporção de mulheres no CA em empresas com maior ROE e menor Q.

Tabela IX - Modelo *Tobit* para a Proporção de Mulheres no CA

Variáveis Independentes	Modelo (2)
Constante	-0,0590 (-0,1381)
TMCA	0,0012 (0,2394)
IDE	0,0005 (0,6534)
Q	-0,0500* (-1,7833)
ROA	-0,0765 (-0,4010)
ROE	0,0516*** (2,6364)
LnAtivo	0,0050 (0,2397)
VarV	0,0126 (0,3693)
Controlo por CAE	Sim
Wald χ^2	16,02
Prob> χ^2	0,1904
Log likelihood	48,6456
Observações	240

Nota: TMCA=Dimensão do CA; IDE=Idade da empresa; Q = (Valor de Mercado das ações + Valor Contabilístico da Dívida) /Valor Contabilístico do Ativo Total; ROA=Resultado Líquido/Ativo Total; ROE=Resultado Líquido/Capital Próprio; LnAtivo=Logaritmo natural do ativo total; VarV= Crescimento das Vendas; CAE=controlo através de variáveis *dummy* CAE. Os valores entre parênteses correspondem aos desvios padrão das variáveis. A significância estatística é representada por * e ***, que corresponde respetivamente a 10% e 1%.

4.5. Impacto das mulheres no CA no desempenho financeiro

Antes de serem estimados os modelos, foi realizado o teste de Breusch-Pagan, o qual permite avaliar se existe heterocedasticidade. Os resultados presentes na Tabela XVII em anexo indicam que se rejeita a 1% a hipótese nula de existir homocedasticidade, ou seja, há heterocedasticidade, o que justifica a utilização da opção *robust* nas regressões.

De seguida serão apresentados os resultados dos modelos OLS para as variáveis dependentes ROE, ROA e Q de Tobin. Com a estimação destes modelos (OLS) pretende-se verificar se existe uma relação entre a presença e proporção de mulheres no CA e as medidas de desempenho das empresas (ROE, ROA e Q). A Tabela X apresenta os principais resultados.

Tabela X - Modelo OLS para o ROE, ROA e Q

Variáveis independentes	Variáveis dependentes					
	ROE		ROA		Q	
	OLS (3)	OLS (4)	OLS (5)	OLS (6)	OLS (7)	OLS (8)
Constante	-2,8537*** (1,0754)	-2,6672** (1,0334)	-0,3021*** (0,0754)	-0,3062*** (0,0794)	-0,2915 (0,5906)	-0,1404 (0,5595)
PRMCA	1,1174** (0,4474)		-0,1138 (0,1089)		-0,2274 (0,2826)	
PMCA		0,1679** (0,0770)		-0,0272 (0,0222)		-0,1625*** (0,0579)
TMCA	-0,0244** (0,0113)	-0,0260** (0,0116)	-0,0041** (0,0016)	-0,0037** (0,0014)	-0,0308*** (0,0107)	-0,0277*** (0,0105)
IDE	-0,0003 (0,0009)	-0,0003 (0,0009)	-0,0002 (0,0002)	-0,0003 (0,0002)	0,0033*** (0,0007)	0,0032*** (0,0006)
LnAtivo	0,1393*** (0,0514)	0,1317*** (0,0496)	0,0198*** (0,0057)	0,0201*** (0,0060)	0,0718** (0,0298)	0,0668** (0,0284)
VarV	0,2210 (0,1474)	0,2426 (0,1490)	0,0547 (0,0380)	0,0517 (0,0358)	0,2978** (0,1212)	0,2835** (0,1198)
CAE	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N	240	240	240	240	240	240
R²	0,1458	0,1312	0,0642	0,0671	0,1713	0,1970

Nota: ROE=Resultado Líquido/Capital Próprio; ROA=Resultado Líquido/Ativo Total; Q=(Valor de Mercado das ações + Valor Contabilístico da Dívida)/Valor Contabilístico do Ativo Total; PRMCA= Proporção de mulheres no CA; PMCA= Presença de mulheres no CA; TMCA=Dimensão do CA; IDE=Idade da empresa; LnAtivo=Logaritmo natural do ativo total; VarV= Variação das Vendas; CAE=controlo através de variáveis *dummy* CAE. Os valores entre parênteses correspondem aos desvios padrão das variáveis. A significância estatística é representada por ** e ***, que corresponde respetivamente a 5% e 1%.

Pode verificar-se que tanto a variável PRMCA e PMCA apresentam um coeficiente positivo e estatisticamente significativos a 5%, relativamente ao ROE, tal como Lückerath-Rovers (2013) no seu estudo. Relativamente ao ROA, nem a PRMCA nem a PMCA têm significância estatística para explicar o modelo, logo não se pode concluir nada sobre a relação entre a PRMCA e a PMCA com o ROA. Quanto ao Q, a variável PMCA apresenta um coeficiente negativo, estatisticamente significativo a 1%, já a variável PRMCA não apresentam significância estatística.

Aceita-se a hipótese H_{11} de existir uma relação entre a presença de mulheres no CA e o desempenho das empresas, medido através do ROE e do Q. A hipótese H_{12} de existir uma relação entre a proporção de mulheres no CA e o desempenho das empresas é aceite para o ROE.

No que diz respeito às restantes variáveis constatamos que, a dimensão do CA (TMCA) apresenta um coeficiente negativo e estatisticamente significativo e a dimensão da empresa (LnAtivo) um coeficiente positivo e estatisticamente significativo, para todos os modelos (3), (4), (5), (6), (7) e (8). Já as variáveis IDE e Varv, apresentam coeficientes positivos com significância estatística apenas nos modelos (7) e (8) da variável dependente Q.

Em relação ao R^2 dos modelos, quanto ao ROE podemos verificar que aproximadamente 15% e 13% da variação do ROE é captada pelos modelos. Já o ROA tem aproximadamente um R^2 de 6% e 7%, um valor baixo. O Q apresenta valores aproximados do R^2 de 17% e 20%, variação do Q medido pelas variáveis independentes dos modelos.

Foram também estimados os modelos com FE e RE e realizado o teste de Hausman (Tabela XVIII) para averiguar qual o mais adequado. Mas como os modelos

com FE e RE são utilizados essencialmente quando a amostra do estudo é grande e quando existe uma grande variabilidade das variáveis, não serão analisados estes dois modelos visto que as variáveis de interesse (PMCA e PRMCA) têm uma baixa variabilidade e a amostra é pequena. Adicionalmente, como a maioria dos dados foram recolhidos manualmente e trabalhados, o grau de confiança nos valores calculados é elevado. Os resultados destas análises encontram-se em anexo na Tabela XIX e Tabela XX, respetivamente, e na generalidade são consistentes com os obtidos pela OLS.

5. Conclusões, Limitações e Investigações Futuras

5.1. Conclusões

O objetivo deste trabalho é estudar a presença das mulheres no CA em Portugal, quais os fatores determinantes da presença de mulheres no CA das empresas portuguesas cotadas na *Euronet Lisbon*, nos anos de 2005 a 2014, e também verificar o impacto da presença de mulheres no CA no desempenho financeiro das empresas.

Relativamente à composição do CA verificou-se que, o número de mulheres nos CA tem vindo a aumentar lentamente, passando de 5% em 2005 para 10% em 2014 ainda assim muito aquém da média da UE cuja percentagem de mulheres nos CA passou de 9,8% (2005) para 20,2% (2014). O setor com maior percentagem de mulheres, neste estudo, é o F (construção) com uma média de 21% e o setor com menor percentagem de mulheres é o M (atividades de consultadoria, científica, técnicas e similares), com uma média de 1%.

Verificou-se que aproximadamente 52% das empresas da amostra tinham pelo menos uma mulher no seu CA, sendo a sua percentagem de apenas aproximadamente 8%.

Relativamente aos fatores que determinam a presença de mulheres no CA, estimando o modelo logit, verifica-se que os fatores estatisticamente significativos são a dimensão do CA, a dimensão da empresa, o Q de Tobin e o ROE. Quando estimamos o modelo tobit, os fatores que se apresentam estatisticamente significativos da presença de mulheres no CA, são o Q de Tobin e o ROE.

Verificou-se que existe maior tendência para a presença de mulheres no CA nas empresas com maior dimensão do CA, com maior rendibilidade do capital próprio, menor dimensão da empresa e menor Q de Tobin. Quanto à proporção de mulheres no CA, há uma maior tendência quando as empresas apresentam um menor Q de Tobin e uma maior rendibilidade do capital próprio.

Em relação ao impacto da presença de mulheres no desempenho financeiro das empresas verificou-se que, a presença de mulheres no CA tem um impacto positivo no ROE, mas negativo no Q de Tobin e não apresenta qualquer impacto no ROA. No que se refere à proporção de mulheres no CA, esta tem um impacto positivo no ROE e não apresenta qualquer impacto no Q de Tobin e ROA.

5.2. Limitações e Investigações Futuras

Este estudo contém algumas limitações, sendo uma delas a pequena dimensão da amostra, composta por apenas 29 empresas, quando comparada com outros estudos a nível nacional e internacional. Outra limitação foi o facto de excluir da amostra todas as observações com capital próprio negativo, uma vez que o rácio ROE apresentaria valores que não correspondem à realidade, o que tomou o painel de dados desequilibrado. Para tentar superar estas limitações foi considerado um período de análise de dez anos.

Em investigações futuras poderão estudar o impacto da presença de mulheres nos conselhos de administração nas empresas públicas portuguesas (e ver se as empresas

cumprem com a obrigação disposta na resolução do conselho de ministros n.º 19/2012, de 8 de março).

Também poder-se-á verificar se a presença de mulheres nos conselhos de administração está relacionada com um maior ou menor grau de cumprimento das recomendações da CMVM.

Estudar outros fatores determinantes da presença de mulheres nos CA, como a nacionalidade, a idade e as habilitações literárias, dos membros dos CA.

Outra pista de investigação futura será incluir a variável remuneração dos membros do CA e ver se há diferenças entre homens e mulheres e se essas diferenças são significativas, se as mulheres continuam a ser discriminadas quanto à sua remuneração face aos homens.

Referências Bibliográficas

- Adams, R. & Ferreira, D., (2003). *Gender Diversity in the Boardroom*, European Corporate Governance Institute, *Finance Working Paper*, 57, pp. 1-30.
- Adams, R. & Ferreira, D., (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), pp.291–309.
- Agrawal, A. & Knoeber, C., (2001). Do some outside directors play a political role? *Journal of Law and Economics*, 44, pp.179–198.
- Baysinger, B. & Butler, H., (1985). Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition. *Journal of Law, Economics and Organization*, 1(1), pp.101–124.
- Böhren, Ö. & Ström, R.Ö., (2010). Governance and Politics: Regulating Independence and Diversity in the Board Room. *Journal of Business Finance and Accounting*, 37(9-10), pp.1281–1308.
- Brainard, W. & Tobin, J., (1968). Pitfalls in Financial Model Building. *The American Economic Review*, 58(2), pp.99–122.
- Burgess, Z. & Tharenou, P., (2002). Women Board Directors: Characteristics of the Few. *Journal of Business Ethics*, 37(1), pp.39–49.
- Cadbury, A., (1992). The Financial Aspects of Corporate Governance. *Report of The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1(1), pp.1–90.
- Câmara, P., (2001). O Governo das Sociedades em Portugal: Uma Introdução. *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, 12, pp.45–56.
- Campbell, K. & Mínguez-Vera, A., (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), pp.435–451.

Carter, D., D'Souza, F., Simkins, B. & Simpson, W., (2010). The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. *Corporate Governance*, 18(5), pp.396–414.

Carter, D., Simkins, B. & Simpson, W., (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38(1), pp.33–53.

Chatterjee, S. & Hadi, A., (2012). *Regression analysis by example*. 5ª Edição., New Jersey: John Wiley & Sons, pp. 1-734.

Chung, K. & Pruitt, S., (1994). A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), pp.70–74.

Comissão das Comunidades Europeias, (2006). *Roteiro para a igualdade entre homens e mulheres 2006-2010*, Bruxelas, 92, pp. 1-24.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, (2000). A importância do corporate governance uma perspectiva institucional. pp.1–13.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, (2005). Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas. pp.1–7.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, (2013). *Regulamento da CMVM n.º 4/2013 Governo das Sociedades*, Lisboa, pp. 1-14.

Comissão Europeia, (2010). *Estratégia para a igualdade entre homens e mulheres 2010-2015*, Bruxelas, 491, pp. 1-14.

Comissão Europeia, (2011). Livro Verde - O quadro da UE do governo das sociedades. pp.1–28.

Duffhues, P. & Kabir, R., (2008). Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands. *Journal of Multinational Financial Management*,

18(1), pp.45–60.

Erhardt, N., Werbel, J. & Shrader, C., (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance*, 11(2), pp.102–111.

Fama, E. & Jensen, M., (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), pp.301–325.

Farrell, K. & Hersch, P., (2005). Additions to corporate boards: The effect of gender. *Journal of Corporate Finance*, 11(1), pp.85–106.

Fitzsimmons, S., (2012). Women on boards of directors: Why skirts in seats aren't enough. *Business Horizons*, 55(6), pp.557–566.

Godard, L. & Schatt, A., (2000). Quelles Sont Les Caracteristiques Optimales Du Conseil D'Administration ? *Revue du Financier*, 127, pp.36–47.

Gujarati, D., (2003). *Basic Econometrics*, 4.^a Edição, New York: McGraw-Hill.

Haslam, S. et al., (2010). Investing with Prejudice: The Relationship Between Women's Presence on Company Boards and Objective and Subjective Measures of Company Performance. *British Journal of Management*, 21(2), pp.484–497.

Hausman, J., (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica: Journal of The Econometric Society*, 46(6), pp.1251–1271.

Hermalin, B. & Weisbach, M., (2003). Boards Of Directors As An Endogenously Determined Institution: A Survey Of The Economic Literature. *Economic Policy Review*, 9(1), p.7.

Hillman, A., Shropshire, C. & Cannella, A., (2007). Organizational predictors of women on corporate boards. *Academy of Management Journal*, 50(4), pp.941–952.

Hsu, H.-H. & Wu, Y.-H., (2014). Board composition, grey directors and corporate failure in the UK. *The British Accounting Review*, 46(3), pp.215–227.

Informa D&B, (2015). *Onde param as mulheres ? Presença feminina nas organizações em Portugal*, 5.^a Edição, pp. 1-21.

Jensen, M., (1993). The Modern Industrial Revolution, Exist, and The Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), pp.831–880.

Joecks, J., Pull, K. & Vetter, K., (2013). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What Exactly Constitutes a “Critical Mass?” *Journal of Business Ethics*, 118(1), pp.61–72.

Joy, L., Carter, N., Wagner, H., Narayanan, S., (2007). The Bottom Line : Corporate performance and women’ s representation on boards. *Catalyst*, 3, p.1.

Kiel, G. & Nicholson, G., (2003). Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), pp.189–205.

Lückerath-Rovers, M., (2013). Women on boards and firm performance. *Journal of Management and Governance*, 17(2), pp.491–509.

Marinova, J., Plantenga, J. & Remery, C., (2010). Gender Diversity and Firm Performance : Evidence from Dutch and Danish Boardrooms. *Tjalling C. Koopmans Research Institute*, 10(3), pp.1–30.

Milliken, F. & Martins, L., (1996). Searching for Common Treads: Undertanding the Multiple Effects of in Organizational Diversity. *Academy of Management Review*, 21(2), pp.402–433.

Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (OCDE), (2004). Os

Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades. pp.1–70.

Ostrower, F., (2007). Nonprofit Governance in the United States: Findings on Performance and Accountability from first National Representative Study. *The Urban Institute*, pp.1–26.

Pfeffer, J., (1972). Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organisation and Its Environment. *Administrative Science Quarterly*, 17(2), pp.218–228.

Rhode, D. & Packel, A., (2014). Diversity on corporate boards: How much difference does difference make? *Delaware Journal of Corporate Law*, 39(2), pp.363–410.

Rietz, A. Du & Henrekson, M., (2000). Testing the Female Underperformance Hypothesis. *Small Business Economic*, 14(1), pp.1–10.

Rodrigues, J., (2010). *Conselho de administração: Funções, confiança e redes sociais* Escolar Editora, Lisboa.

Rose, C., (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance*, 15(2), pp.404–413.

Ryan, M. & Haslam, S.A., (2005). The glass cliff: Evidence that women are over-represented in precarious leadership positions. *British Journal of Management*, 16(2), pp.81–90.

Shleifer, A. & Vishny, R., (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), pp.737–783.

Shrader, C., Blackburn, V. & Iles, P., (1997). Women in management and firm financial performance : An exploratory study. *Journal Managerial Issues*, 9(3), pp.355–372.

Silva, A. et al., (2006). Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal. *Instituto*

Português de Corporate Governance (IPCG), pp.1–192.

Smith, N., Smith, V. & Verner, M., (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), pp.569–593.

Tobin, J., (1969). Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), pp.15–29.

Ujunwa, A., (2012). Board characteristics and the financial performance of Nigerian quoted firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 12(5), pp.656–674.

Van der Walt, N. & Ingley, C., (2003). Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), pp.218–234.

Wooldridge, J.M., (2012). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. 5.^a Edição, South-Western.

Anexos

Tabela XI - População empregada por setor de atividade principal e género

CAE - Rev. 3 Ano	A: Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca			B a F: Indústria, construção, energia e água			G a U: Serviços		
	HM	H	M	HM	H	M	HM	H	M
2005	606,2	301,9	304,4	1.566,6	1.128,6	438,0	2.949,8	1.335,0	1.614,8
2006	603,8	310,4	293,4	1.577,2	1.130,6	446,6	2.978,4	1.348,6	1.629,8
2007	601,4	310,5	290,9	1.577,8	1.141,3	436,5	2.990,5	1.337,4	1.653,0
2008	581,2	296,7	284,5	1.525,1	1.120,1	405,0	3.091,5	1.380,3	1.711,2
2009	564,8	293,7	271,0	1.425,7	1.040,1	385,6	3.063,6	1.353,8	1.709,9
2010	542,2	293,5	248,8	1.377,5	998,8	378,6	3.058,5	1.352,3	1.706,2
2011	483,9	285,7	198,2	1.272,9	917,4	355,6	2.983,2	1.284,2	1.699,1
2012	491,4	296,3	195,1	1.143,5	819,3	324,2	2.912,0	1.241,7	1.670,3
2013	453,1	284,1	169,0	1.049,7	734,1	315,5	2.926,6	1.270,2	1.656,4
2014	389,1	251,8	137,3	1.073,5	746,7	326,8	3.036,9	1.320,9	1.716,0

Fonte: INE - Inquérito ao Emprego

Tabela XII - Designação do CAE Rev.3

CAE	Designação
A	Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca
B	Indústrias Extractivas
C	Indústrias Transformadoras
D	Electricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio
E	Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento gestão de resíduos e despoluição
F	Construção
G	Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos
H	Transportes e armazenagem
I	Alojamento, restauração e similares
J	Actividades de informação e de comunicação
K	Actividades financeiras e de seguros
L	Actividades Imobiliárias
M	Actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares
N	Actividades administrativas e dos serviços de apoio
O	Administração Pública e Defesa; Segurança Social Obrigatória
P	Educação
Q	Actividades de saúde humana e apoio social
R	Actividades artísticas, de espectáculos, desportivas e recreativas
S	Outras Actividades de serviços
T	Actividades das famílias empregadoras de pessoal doméstico e actividades de produção das famílias para uso próprio
U	Actividades dos organismos internacionais e outras instituições extra-territoriais

Tabela XIII - Lista das empresas da amostra

N.º	CAE	Nome
1	C	ALTRI, SGPS, S.A.
2	C	CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.
3	J	COFINA - SGPS, S.A.
4	J	COMPTA - EQUIPAMENTOS E SERVIÇOS DE INFORMÁTICA, S.A.
5	C	CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.
6	D	EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.
7	J	GLINTT - GLOBAL INTELLIGENT TECHNOLOGIES, S.A.
8	J	GRUPO MÉDIA CAPITAL, SGPS, S.A.
9	J	IBERSOL - SGPS, S.A.
10	F	IMOBILIÁRIA CONSTRUTORA GRÃO-PARÁ, S.A.
11	J	IMPRESA - SGPS, S.A.
12	G	INAPA - INVESTIMENTOS, PARTICIPAÇÕES E GESTÃO, S.A.
13	G	JERÓNIMO MARTINS, SGPS, S.A.
14	C	LISGRÁFICA - IMPRESSÃO E ARTES GRÁFICAS, S.A.
15	F	MOTA - ENGIL, SGPS, S.A.
16	J	NOS, SGPS, S.A.
17	J	NOVABASE - SGPS, S.A.
18	C	PORTUCEL, SA.
19	J	PORTUGAL TELECOM, SGPS, S.A.
20	M	REDITUS - SGPS, S.A.
21	G	SAG GEST - SOLUÇÕES AUTOMÓVEL GLOBAIS, SGPS, S.A.
22	F	SDC - INVESTIMENTOS, SGPS, S.A.
23	C	SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTÃO, SGPS, S.A.
24	G	SONAE - S.G.P.S., S.A.
25	C	SONAE INDÚSTRIA - SGPS, S.A.
26	J	SONAECOM - S.G.P.S., S.A.
27	C	SUMOL + COMPAL, S.A.
28	G	TOYOTA CAETANO PORTUGAL, S.A.
29	C	VAA - VISTA ALEGRE ATLANTIS, SGPS, S.A.

Tabela XIV - Composição do conselho de administração da amostra

Anos	Total de membros no CA	Total de membros no CA do género feminino	Total de membros do CA no género masculino	% de mulheres no CA
2005	242	13	229	5,37%
2006	251	15	236	5,98%
2007	249	14	235	5,62%
2008	269	19	250	7,06%
2009	283	19	264	6,71%
2010	287	20	267	6,97%
2011	291	21	270	7,22%
2012	301	23	278	7,64%
2013	297	26	271	8,75%
2014	279	27	252	9,68%
Anos	Total de membros executivos no CA	Total de membros executivos no CA do género feminino	Total de membros executivos no CA do género masculino	% de mulheres executivas no CA
2005	127	9	118	7,09%
2006	131	10	121	7,63%
2007	131	10	121	7,63%
2008	125	8	117	6,40%
2009	124	7	117	5,65%
2010	120	7	113	5,83%
2011	120	5	115	4,17%
2012	118	5	113	4,24%
2013	113	7	106	6,19%
2014	106	8	98	7,55%
Anos	Total de membros não executivos no CA	Total de membros não executivos no CA do género feminino	Total de membros não executivos no CA do género masculino	% de mulheres não executivas no CA
2005	115	4	111	3,48%
2006	120	5	115	4,17%
2007	118	4	109	3,39%
2008	144	11	133	7,64%
2009	159	12	147	7,55%
2010	167	13	154	7,78%
2011	170	16	154	9,41%
2012	182	18	165	9,89%
2013	184	19	165	10,33%
2014	173	19	154	10,98%

Tabela XV - Mulheres por CAE

Total de mulheres no conselho de administração											
CAE	Nº de empresas	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
C	9	3	4	4	7	6	6	7	7	7	9
D	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
F	3	6	5	5	5	5	6	5	5	4	3
G	5	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
J	10	1	2	1	2	4	4	5	7	11	11
M	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Total de mulheres executivas no conselho de administração											
CAE	Nº de empresas	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
C	9	1	1	1	1	2	2	1	1	1	3
D	1	0	1	1	1	1	1	1	0	0	0
F	3	5	4	4	1	1	2	0	1	1	0
G	5	3	3	3	3	2	1	1	1	1	1
J	10	0	1	1	1	1	1	2	2	4	4
M	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Total de mulheres não executivas no conselho de administração											
CAE	Nº de empresas	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
C	9	2	3	3	6	4	4	6	6	6	6
D	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
F	3	1	1	1	4	4	4	5	4	3	3
G	5	0	0	0	0	1	2	2	2	2	2
J	10	1	1	0	1	3	3	3	5	7	7
M	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Tabela XVI - Teste à multicolinearidade

Equação	Variável dependente	Média dos VIF's
(1)	PMCA	1,82
(2)	PRMCA	1,82
(3)	ROE	1,86
(4)	ROE	1,89
(5)	ROA	1,86
(6)	ROA	1,89
(7)	Q de Tobin	1,89
(8)	Q de Tobin	1,86

Tabela XVII - Teste de Breusch-Pagan

Teste de Breusch-Pagan					
Modelo com variável independente PRMCA			Modelo com variável independente PMCA		
Variável dependente	χ^2	Prob> χ^2	Variável dependente	χ^2	Prob> χ^2
ROE	151,39	0,0000	ROE	146,10	0,0000
ROA	565,24	0,0000	ROA	584,93	0,0000
Q de Tobin	104,98	0,0000	Q de Tobin	112,70	0,0000

Tabela XVIII - Teste de Hausman

Teste de Hausman				
Variável dependente		χ^2	Prob> χ^2	Modelo a usar
ROE	(3)	8,76	0,1192	RE
	(4)	6,40	0,2691	RE
ROA	(5)	2,20	0,8213	RE
	(6)	2,81	0,7287	RE
Q	(7)	55,86	0,000	FE
	(8)	76,66	0,000	FE

Tabela XIX - Modelo OLS com efeitos fixos

Variáveis independentes	Variáveis dependentes					
	ROE		ROA		Q	
	FE (1a)	FE (2a)	FE (3a)	FE (4a)	FE (5a)	FE (6a)
Constante	-0,5374 (1,3428)	-1,3849 (1,6507)	0,1977 (0,3575)	0,1620 (0,3498)	6,7250** (2,4999)	6,6387** (2,4449)
PRMCA	1,0184 (0,7748)		0,0413 (0,0340)		0,1435 (0,3770)	
PMCA		0,2878 (0,1724)		0,0149 (0,0105)		-0,0425 (0,0479)
TMCA	0,0007 (0,0149)	-0,0165 (0,0168)	-0,0068 (0,0064)	-0,0076 (0,0067)	-0,0184 (0,0288)	-0,0172 (0,0282)
IDE	-0,0183 (0,0161)	-0,0208 (0,0165)	-0,0017 (0,0013)	-0,0019 (0,0014)	-0,0588*** (0,0129)	-0,0572*** (0,0127)
LnAtivo	0,0591 (0,0725)	0,1100 (0,0891)	-0,0018 (0,0199)	0,0005 (0,0196)	-0,1434 (0,1151)	-0,1414 (0,1118)
VarV	0,1898 (0,1341)	0,1814 (0,1327)	0,0488 (0,0388)	0,0482 (0,0382)	-0,0354 (0,0497)	-0,0296 (0,0476)
CAE	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N	240	240	240	240	240	240
R²	0,0653	0,0867	0,0185	0,0192	0,3003	0,3010

Nota: ROE=Resultado Líquido/Capital Próprio; ROA=Resultado Líquido/Ativo Total; Q=(Valor de Mercado das ações +Valor Contabilístico da Dívida)/Valor Contabilístico do Ativo Total; FE=Efeitos Fixos; PRMCA= Proporção de mulheres no CA; PMCA= Presença de mulheres no CA; TMCA=Dimensão do CA; IDE=Idade da empresa; LnAtivo=Logaritmo natural do ativo total; VarV= Variação das Vendas; CAE=controlo através de variáveis *dummy* CAE. Os valores entre parênteses correspondem aos desvios padrão das variáveis. A significância estatística é representada por *, ** e ***, que corresponde respetivamente a 10%, 5% e 1%.

Tabela XX - Modelo OLS com efeitos aleatórios

Variáveis independentes	Variáveis dependentes					
	ROE		ROA		Q	
	RE (1b)	RE (2b)	RE (3b)	RE (4b)	RE (5b)	RE (6b)
Constante	-3,5200* (1,9843)	-4,0261** (2,0516)	-0,3384* (0,1946)	-0,3319* (0,1872)	1,1694 (1,5072)	1,3892 (1,4799)
PRMCA	0,9592 (0,7403)		-0,0470 (0,0833)		-0,3136 (0,3986)	
PMCA		0,2652 (0,1627)		-0,0113 (0,0169)		-0,1522** (0,0599)
TMCA	-0,0126 (0,0122)	-0,0272* (0,0145)	-0,0054 (0,0037)	-0,0050 (0,0033)	-0,0430** (0,0213)	-0,0357* (0,0204)
IDE	-0,0014 (0,0021)	-0,0015 (0,0025)	-0,0002 (0,0003)	-0,0003 (0,0003)	0,0011 (0,0023)	0,0011 (0,0022)
LnAtivo	0,1578* (0,08715)	0,1860* (0,0025)	0,0218* (0,0129)	0,0214* (0,0124)	0,0129 (0,0746)	0,0017 (0,0733)
VarV	0,2117 (0,1470)	0,2136 (0,1432)	0,0519 (0,0386)	0,0514 (0,0378)	0,1134* (0,0585)	0,1132* (0,0607)
CAE	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N	240	240	240	240	240	240
R²	0,0496	0,0684	0,0118	0,0109	0,0749	0,0873

Nota: ROE=Resultado Líquido/Capital Próprio; ROA=Resultado Líquido/Ativo Total; Q=(Valor de Mercado das ações +Valor Contabilístico da Dívida)/Valor Contabilístico do Ativo Total; RE=Efeitos Aleatórios; PRMCA= Proporção de mulheres no CA; PMCA= Presença de mulheres no CA; TMCA=Dimensão do CA; IDE=Idade da empresa; LnAtivo=Logaritmo natural do ativo total; VarV= Variação das Vendas; CAE=controlo através de variáveis *dummy* CAE. Os valores entre parênteses correspondem aos desvios padrão das variáveis. A significância estatística é representada por *, ** e ***, que corresponde respetivamente a 10%, 5% e 1%.